

龍光地產 (3380 HK)

坐擁充足的大灣區資源

2019上半年核心盈利上升59%至46.7億元(人民幣,下同)。今年首七個月,公司合同銷售額達到546億元,同比增長25%,完成全年銷售目標850億元的64%。我們將目標價維持在13.10港元不變。上調至買入評級。

- **2019上半年核心盈利上升59%**。2019上半年公司收入增長78.3%至270億元。龍光擁有充足的城市更新項目,部分項目已經能夠可為公司創造收益。公司期間錄得49億元的一級土地開發收入,佔總收入10%以上。一級土地開發利潤率高(毛利率約為50%),因此支撐整體毛利率達到34.8%,高於2017/18財年的34.4%/33.7%。核心溢利上升59%至46.7億元,對應核心利潤率17.3%。
- **首七個月達成率64%**。上半年合約銷售額453億元,合約銷售面積339萬平,分別增長27.7%和85.9%。由於南寧項目銷售增加及期內深圳項目銷售較少,整體均價為13,186元/平,低於2018/19財年(每平17,096/16,008元)。管理層表示,各地方項目的銷售價格仍然穩定,公司2019財年可售貨值達到1,500億元。今年首七個月的合約銷售額為546億元,公司已完成全年銷售目標850億元的64%。我們相信龍光很大機會完成其全年銷售目標。此外,已預售待入帳的物業總額超過700億元。
- **城市更新項目發揮更重要作用**。截至2019上半年,龍光擁有土儲3,590萬平,估計可售貨值金額為4,270億元。龍光在大灣區的土儲達到2,170萬平(佔土儲總面積70%),估計可售貨值為3,009億元(佔可售總貨值61%)。此外,公司尚有1,880萬平的併購/城市更新項目在手,其可售貨值達到3,250億元。公司擁有強大的本地優勢和穩健的執行力,管理層計劃每年從城市更新業務轉換不低於可售貨值300億元,並在未來每年貢獻10%-20%的核心溢利。
- **維持目標價不變,上調至買入評級**。我們將2019/20財年的盈利預測上調7.3%/1.1%至105.16/118.17億元。龍光以開發深圳項目為主,因此受益於深圳作為“試點城市”的新地位。公司目前估值不高,2019/20財年市盈率為5.4倍/4.8倍,2019/20財年股息率為6.3%/7.0%。我們維持目標價13.10港元,對應資產淨值26.20港元有50%折讓。上調至買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	27,690	44,137	61,377	92,755	105,695
同比增長(%)	34.8	59.4	39.1	51.1	14.0
淨收入(百萬人民幣)	6,431	8,123	10,516	11,817	12,627
EPS(人民幣)	1.17	1.48	1.92	2.15	2.30
EPS變動(%)	44.4	26.5	29.5	12.4	6.9
市盈率(x)	8.8	7.0	5.4	4.8	4.5
市帳率(x)	2.7	2.1	1.7	1.4	1.2
股息率(%)	2.0	3.3	6.3	7.0	8.4
權益收益率(%)	30.7	30.2	31.5	29.2	26.3
淨資產負債比率(%)	67.9	63.2	59.4	57.9	50.2

資料來源:公司及招銀國際證券預測

買入(上調)

目標價	HK\$13.10
(此前目標價)	HK\$13.10)
潛在升幅	+14.1%
當前股價	HK\$11.48

中國房地產行業

黃程宇

(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	62,944
3月平均流通量(百萬港元)	59.2
52周內股價高/低(港元)	14.26/6.69
總股本(百萬)	5,483

資料來源:彭博

股東結構

紀海鵬	77.6%
自有流通	22.4%

資料來源:港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.0%	0.6%
3-月	3.7%	10.5%
6-月	-1.2%	10.6%
12-月	13.0%	21.7%

資料來源:彭博

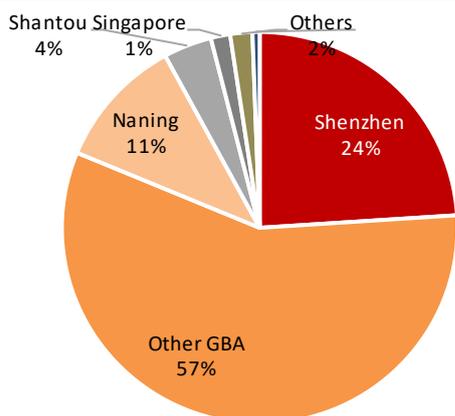
股份表現



資料來源:彭博

審計師:安永

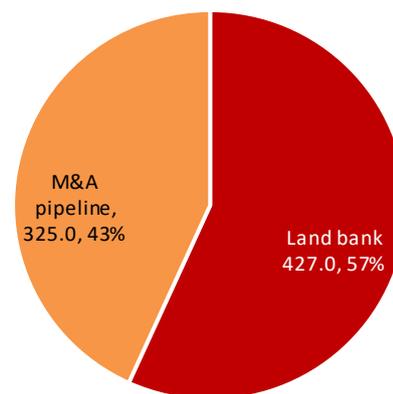
圖 1: 可售貨值城市分佈



Total saleable:
RMB75.20bn

資料來源: 公司

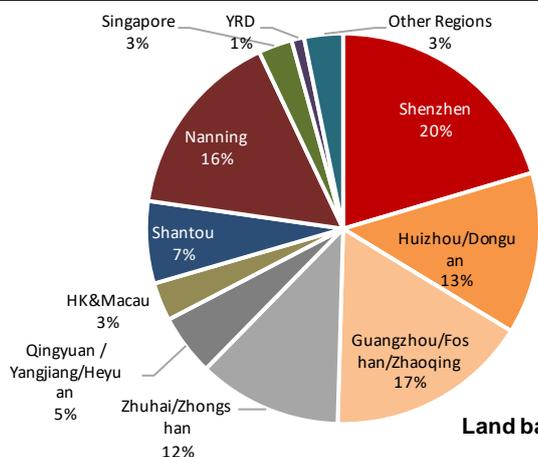
圖 2: 可售貨值分類



Total saleable:
RMB75.20bn

資料來源: 公司

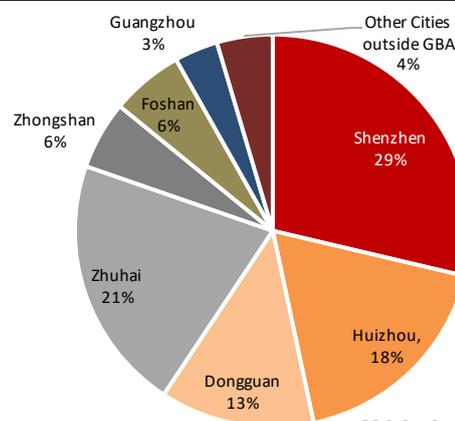
圖 3: 土儲城市分佈



Land bank saleable:
RMB427.0bn

資料來源: 公司, 預計銷售均價: RMB11,894/sq m

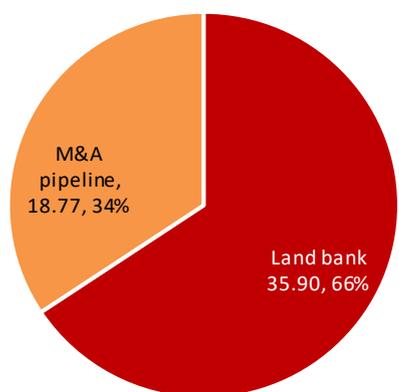
圖 4: 收並購及更新項目分佈



M&A pipeline saleable:
RMB325.0bn

資料來源: 公司, 預計銷售均價: RMB17,315/sq m

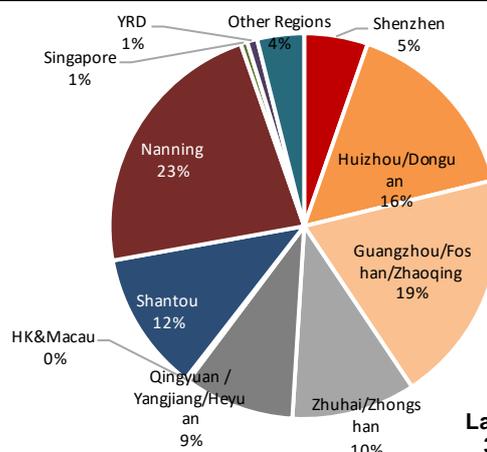
圖 5: 總土儲面積分類



Total land reserve:
54.67 mn sq m

資料來源: 公司

圖 6: 土儲城市分佈



Land bank GFA:
35.90mn sq m

資料來源: 公司

財務報表

利潤表

12月年結(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	27,690	44,137	61,377	92,755	105,695
物業開發	26,951	39,063	44,220	57,695	61,073
投資物業租金	88	92	138	172	198
建築收入	966	4,192	12,575	31,437	40,869
一級土地開發	-	1,067	4,900	4,165	4,373
減:營業稅及其他稅金	(316)	(277)	(455)	(714)	(817)
銷售成本	(18,172)	(29,250)	(41,256)	(66,211)	(77,061)
毛利	9,517	14,887	20,120	26,544	28,634
其他收入	696	1,369	1,572	311	412
銷售費用	(929)	(1,231)	(1,841)	(2,783)	(3,171)
行政費用	(748)	(1,134)	(1,350)	(2,133)	(2,325)
其他費用	(10)	(57)	(2)	-	-
息稅前收益	8,527	13,834	18,499	21,939	23,550
應占聯營和合營公司收益	205	(184)	(50)	30	80
淨融資成本	(672)	(1,417)	(1,815)	(2,147)	(2,449)
特殊收入	2,829	1,787	816	-	-
稅前利潤	10,889	14,019	17,450	19,822	21,181
所得稅	(3,881)	(5,023)	(6,142)	(6,977)	(7,456)
本年利潤	7,008	8,996	11,308	12,845	13,725
非控制股東權益	(481)	(708)	(626)	(862)	(933)
永續債	(97)	(165)	(165)	(165)	(165)
歸屬股東淨利潤	6,431	8,123	10,516	11,817	12,627
核心淨利潤	4,628	7,023	9,947	11,817	12,627

資產負債表

12月年結(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流動資產	83,595	130,640	166,532	209,111	234,863
存貨	38,458	54,781	65,282	76,297	81,567
貿易及其他應收賬款	20,448	37,816	51,147	79,278	91,909
現金及現金等價物	19,878	28,452	33,522	36,955	44,806
其他	4,810	9,591	9,591	9,591	9,591
非流動資產	28,276	39,454	39,424	39,464	39,570
物業、廠房及設備	148	176	196	205	232
投資型房地產	15,665	18,338	18,338	18,338	18,338
聯營及合營公司的權益	11,915	19,490	19,440	19,470	19,550
其他	548	1,450	1,450	1,450	1,450
總資產	111,871	170,095	205,956	248,575	274,433
流動負債	57,294	88,539	113,730	143,600	155,943
貿易及其他應付帳款	37,276	47,450	60,326	88,281	85,624
合同負責	-	16,785	27,997	27,321	39,185
短期借款	17,309	19,745	20,847	23,438	26,575
其他	2,709	4,559	4,559	4,559	4,559
非流動負債	27,413	44,810	48,317	53,113	58,120
長期負債	25,278	42,238	45,745	50,541	55,548
其他	2,135	2,572	2,572	2,572	2,572
總負債	84,707	133,349	162,047	196,713	214,063
非控股權益	3,858	7,497	8,123	8,985	9,918
永續債	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363
權益股東應占總權益	27,164	36,746	43,909	51,861	60,370

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

現金流量表

12月年結(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	8,527	13,834	18,499	21,939	23,550
折舊和攤銷	64	-	38	44	53
營運資金變動	(6,008)	(14,342)	257	(11,867)	(8,695)
稅務開支	(3,881)	(5,023)	(6,142)	(6,977)	(7,456)
其他	12,813	10,099	(5,177)	6,093	3,552
經營活動所得現金淨額	11,516	4,568	7,475	9,231	11,005
購置固定資產	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
聯營公司	(176)	(176)	(176)	(176)	(176)
其他	(10,256)	(22,457)	(9,474)	(13,705)	(4,454)
投資活動所得現金淨額	(11,844)	(24,046)	(11,062)	(15,293)	(6,043)
股份發行	(93)	(94)	(93)	(93)	(93)
淨銀行借貸	9,400	28,796	24,005	7,387	8,144
股息	(1,853)	(3,556)	(3,979)	(4,727)	(5,051)
其他	(437)	3,122	(11,277)	6,928	(110)
融資活動所得現金淨額	7,017	28,268	8,656	9,495	2,890
現金增加淨額	6,689	8,790	5,069	3,433	7,852
年初現金及現金等價物	13,560	19,878	28,452	33,522	36,955
匯兌	(371)	(216)	-	-	-
年末現金及現金等價物	19,878	28,452	33,521	36,955	44,806

主要比率

12月年結(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
物業開發	97.3	88.5	72.0	62.2	57.8
投資物業租金	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
建築收入	3.5	9.5	20.5	33.9	38.7
一級土地開發	-	2.4	8.0	4.5	4.1
總額	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	34.4	33.7	32.8	28.6	27.1
息稅前利潤率	30.8	31.3	30.1	23.7	22.3
稅前利潤率	39.3	31.8	28.4	21.4	20.0
淨利潤率	23.2	18.4	17.1	12.7	11.9
核心淨利潤率	16.7	15.9	16.2	12.7	11.9
有效稅率	35.6	35.8	35.2	35.2	35.2
增長(%)					
收入	34.8	59.4	39.1	51.1	14.0
毛利	45.1	56.4	35.2	31.9	7.9
淨利潤率	54.6	62.2	33.7	18.6	7.3
淨利潤	43.3	26.3	29.5	12.4	6.9
核心淨利潤	51.4	51.7	41.6	18.8	6.9
資產負債比率					
流動比率(x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
平均存貨周轉天數	772	684	578	421	386
平均應收賬款周轉天數	270	313	304	312	317
平均應付帳款周轉天數	749	592	534	487	406
淨負債/總權益比率(%)	67.9	63.2	59.4	57.9	50.2
回報率(%)					
資本回報率	30.7	30.2	31.5	29.2	26.3
資產回報率	9.7	8.2	8.5	8.0	7.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.17	1.48	1.92	2.15	2.30
每股股息(人民幣)	0.21	0.34	0.65	0.72	0.86
每股賬面值(人民幣)	3.81	4.90	6.09	7.38	8.76

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他個人。